



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

소유구조, 다각화 및 기업성과 간의
관계에 관한 연구:

- 베트남 상장기업의 중심으로 -

2019년 08월

서울대학교 대학원

경영학과 경영학전공

르탄후옹티

소유구조, 다각화 및 기업성과 간의 관계에 관한 연구:

- 베트남 상장기업의 중심으로 -

지도 교수: 송 재 용

이 논문을 경영학 석사 학위논문으로 제출함
2019년 05월

서울대학교 대학원
경영학과 경영학전공
르탄후옹티

르탄후옹티의 경영학 석사 학위논문을 인준함
2019년 06월

위 원 장 _____ 박남규 _____ (인)

부위원장 _____ 조승아 _____ (인)

위 원 _____ 송재용 _____ (인)

초 록

소유구조, 다각화 및 기업성과 간의 관계에 관한 연구:

- 베트남 상장기업의 중심으로 -

르탄후옹티
서울대학교 대학원
경영학과 경영학 전공

본 연구의 목적은 베트남 상장기업의 맥락에서 소유구조, 다각화 및 기업성과 간의 관계를 조사하는 것이다. 가설을 검증하기 위해 2012년부터 2017년까지 하노이 증권 거래소 (HNX)에 상장된 기업들을 중심으로 연차 보고서, 기업지배구조 보고서 및 재무자료를 이용하여 패널분석을 실시하였다. 실증분석 결과에 따르면 국유지분율은 기업성과와 음(-)의 관계가 있는 반면, 외국인지분율은 기업성과와 양(+)의 관계가 있음을 보여준다. 또한, 기업의 다각화와 성과는 부정적으로 관련되어 있으며, 다각화가 기업의 전략적 부분으로 간주되므로 기업의 다각화와 소유 간의 관계가 기업성과와는 논리적으로 나타났다. 구체적으로는 국유지분율이 높은 경우, 다각화 정도가 높고 다각화된 기업의 수익성이 낮다는 것으로 이어진다. 이런 효과에 대한 발견은 외국인지분율의 경우는 정반대의 방식으로 나타났다. 다른 말로, 기업 다각화는 소유구조와 기업성과 간의 관계를 해명하는 데 도움이 된다. 본 연구는 베트남 기업의 낮은 국유지분율과 높은 외국인지분율을 강화를 시키며, 경영자들이 기업가치를 유지하기 위해 다각화를 감소시키는 정책에 더 많은 실증적 증거를 보완하는 데 기여한다.

주요어: 국유 지분율, 외국인 지분율, 기업 다각화, 기업성과

학 번: 2017-20378

목 차

제 1 장 서 론	1
제 2 장 이론적 배경 및 연구가설.....	4
제 1 절 소유구조 및 기업성과.....	4
제 2 절 소유구조 및 다각화.....	9
제 3 절 다각화 및 기업성과.....	12
제 3 장 연구 방법론	17
제 1 절 연구표본과 자료 수집	17
제 2 절 변수정의와 측정.....	18
제 3 절 연구방법	21
제 4 장 가설검증 및 실증분석.....	23
제 1 절 변수의 기술통계량 및 상관관계.....	23
제 2 절 가설검증 결과.....	26
제 5 장 결론.....	32
제 1 절 연구결과 및 시사점	32
제 2 절 연구의 한계 및 후속연구.....	34
참고문헌.....	35
Abstract.....	47

표 목차

[표 1] 변수의 정의	21
[표 2] 주요 변수의 기술통계량	23
[표 3] 변수 간 상관관계.....	25
[표 4-1] 소유구조와 기업성과 간의 관계에 대한 회귀분석 결과..	27
[표 4-2] 소유구조와 다각화 간의 관계에 대한 회귀분석 결과.....	29
[표 4-3] 다각화와 기업성과 간의 관계에 대한 회귀분석 결과.....	30
[표 5] 소유구조, 다각화와 기업성과 간의 관계에 대한 결과 요약.	31

그림 목차

[그림 1] 이론적 모델	16
---------------------	----

제 1 장 서 론

기업지배구조(Corporate governance)는 기업의 다양한 이해관계자들 사이의 권리와 책임의 분포를 지정한다. 기업지배구조를 조사하는 데 소유구조가 중요한 메커니즘이라는 것이 관찰되었다 (De et al., 2004). 소유구조(ownership structure)는 대체로 기업의 주주의 유형으로 알게 되었듯이, 기업성과에 영향을 미치는 다각화 전략을 수행하는 것과 같은 기업의 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 선행연구에서는 소유구조와 기업성과 간의 관계를 탐구했지만 그 결과가 엇갈리고 있다 (Demsetz & Villalonga, 2001; Jiang et al., 2008; Ng et al., 2009; Hess et al., 2010; Ruan et al., 2011; Choi et al., 2012; Phung & Hoang, 2013). 긍정적인 관계를 보인 연구들은 소유구조와 기업가치 간에 양(+)의 관계가 존재한다고 보는 반면에, 부정적인 연구들은 소유구조와 기업가치 간에 음(-)의 관계 또는 U자형/역 U자형의 관계가 있는 것으로 본다. 따라서 각 유형의 소유(types of ownership)는 기업성과에 다른 영향을 미칠 수 있으며, 이러한 상관관계는 국가의 제도적 환경에 따라 다른 영향을 받는 것으로 인지되었다.

세계의 선진국과 달리 개발 도상국, 특히 동유럽 국가들, 중국 및 베트남과 같은 국유지분율이 있는 국가의 소유구조에 대한 연구는 자체 특성을 가지고 있다. 이러한 국가에서 지분은 경제가, 중앙집권경제 (centralized economy)에서 변환되므로 높은 비율을 차지하며 이는 경제에서 기업의 활동에 대한 국가 개입을 나타낸다. 과거의 베트남은 중앙 계획 경제였지만 1986 년에 “도이머이” (Doi Moi)로 알려진 경제 개혁은 국영기업의 민영화로 이어졌다. Mishra (2011)에 따르면 민영화 과정 (privatization process)을 통해 베트남 기업의 소유구조가 점진적으로 변화되어 베트남 기업의 수를 늘릴 수 있었다^①. 이는 국유

^① 민영화 과정은 성과를 향상시키는 목적으로 국내외 투자자들에게 주식의 일

및 외국인 지분율이 베트남 경제를 개선하는 데 중요한 역할을 했다는 것을 의미한다. 2014년 기준으로 베트남 통계청에 따르면 국유지분율과 외국인지분율은 함께 베트남의 GDP의 절반 이상을 차지하였다²⁾.

기업의 다각화 (corporate diversification)는 기업이 사업 운영을 다각화함으로써 수익을 극대화하려는 전략이다. 1990 년대 이후 정부의 격려로 많은 베트남 기업, 특히 국영기업이 다각화되는 경향이 있었다. 소유구조와 마찬가지로 기업 다각화에 대한 많은 기존연구가 선진시장과 신흥시장의 맥락에서 연구한 바 있지만 그 결과도 일관되지 않다 (Wernerfelt & Montgomery, 1988; Delios & Beantish, 1999; Lu & Beamish, 2001; Villalonga, 2002; Thomas & Eden, 2004; Tan et al., 2007). 구체적으로는 Matsusaka (2001)에 따르면 기업이 기존 역량에 맞는 적절한 비즈니스를 개발할 시 다각화의 경우 수익이 될 수 있다고 하였는데, Villalonga (2004b)는 다각화가 기업의 가치를 감소시키지 않는다는 것을 보여준다. 일반적으로 다각화 결정이 기업성과에 영향을 미칠 수 있으므로 다각화를 소유구조와 기업성과 간의 관계를 명확히 하는 잠재적 요인으로 탐구하는 것이 필수적이다.

본 연구는 소유구조와 기업성과 간의 관계에 대한 일관되지 않은 결과로 한 국가 내의 이러한 관계에 관한 실증적 증거에 기여한 것이다. 따라서 본 연구에서는 국유지분율, 외국인지분율을 포함한 소유구조와 기업성과 사이의 관계를 분석하고 아울러 기업의 다각화가 이런 관계에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는 데 초점을 맞추었다. 이를 연구하기 위해 2012 년부터 2017 년까지의 6 년간 하노이 증권 거래소에 상장된 102 개 기업을 표본으로 패널 분석을 실시하였다. 예상한 바와 같이 실증적 결과에 따르면 국유지분의 수준이 높을수록 기업의 성과가 낮아지는 반면 외국인지분의 수준이 높을수록 상장기업의 성과가 높아진 것으로 확인되었다. 다각화를 통해 소유구조와 성과 간의 관계를 살펴볼 때, 그 결과는 높은 국유지분율을 가진 기업이 다각화할 가능성이 높고,

부를 매각함으로써 국영기업의 소유구조를 변화시켰다.

²⁾ 베트남 통계청: <https://www.gso.gov.vn>

다각화된 기업이 낮은 성과로 이루어졌다. 그러나 이러한 효과는 외국인지분율과 관련하여 반대로 나타났다.

본 연구에서는 몇 가지 중요한 경험적인 기여를 가지고 있다. 첫째, 연구의 결과는 베트남 기업에 대한 소유구조의 중요성을 검토함으로써 경제정책 입안자가 기업성과를 높이고 기업지배구조를 향상시키기 위해 소유구조와 관련하여 적절한 정책을 수립하는 데 도움이 될 수 있다. 둘째, 실증적 결과는 기업의 다각화 결정을 이끌어내는 요인과 다각화가 기업성과에 미치는 영향을 파악하는 데 베트남 맥락에서의 기업 다각화에 대한 이해를 제공할 수 있다는 가치를 보여주는 것이다. 마지막으로 이전 연구의 대부분은 소유구조, 다각화와 기업성과의 세 가지 요소 중 두 가지 요소 사이의 관계만을 연구했다. 따라서 본 연구는 기존 연구에서 수행하지 못했던 세 가지 요인 간의 관계를 분석함으로써 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관련하여 새로운 관점을 도입했다는 것을 보여준다.

제 2 장 이론적 배경 및 연구가설

제 1 절 소유구조 및 기업성과

기업의 소유구조와 성과 사이의 관계는 기업지배구조의 중요한 쟁점으로 간주된다. 선행연구에서는 소유구조가 기업성과에 미치는 영향과 관련하여 이론적인 관점들 사이에 갈등이 있을 뿐만 아니라 일관된 실증적 결과도 얻지 못했다. 일반적으로 대리인이론 (agency theory)의 관점에서 기업성과와 소유구조의 상관관계를 살펴보았다. 이는 경제 변화에 있어 민영화된 기업의 소유구조를 설명하는 데 도움이 되기 때문이다 (Ng et al., 2009). 따라서 기업지배구조 관련 문헌은 구조소유가 경영자와 주주 사이의 대리인문제를 완화시키는 영향을 주는 메커니즘으로 확인되었다 (Shleifer & Vishny, 1997; Claessens & Djankov, 1999). 이론적으로는, 소유와 기업성과 간의 관계는 “계열효과” (alignment effect)와 “보호막효과” (entrenchment effect) 사이의 균형을 유지함에 따라 긍정적, 부정적 또는 통계적 관계가 없다는 결과로 이어질 수 있다 (Abosedo & Kajola, 2011).

소유집중도 (ownership concentration)에 관해서는 선행연구들로서 Claessens & Djankov (1999), Nguyen et al. (2015)은 소유집중도와 기업성과 간에 양(+)의 관계를 가지고 있는 것으로 보는 반면, Fazlzadeh et al. (2011), Mashayekhi & Bazaz (2008)는 소유집중도와 기업성과 간에 유의한 음(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 보았다. 그럼에도 불구하고, Omran et al. (2008), Demsetz & Villalonga (2001)는 기업의 성과가 환경적 제약의 영향을 받았으며 소유집중도와 성과 간에 유의미한 관계가 없음을 밝혔다.

경영자지분율 (managerial ownership)이 기업가치에 미치는 영향을 연구한 Stulz (1988), Denis et al. (1999)는 경영자들의 목표는 경영자지분율이 증가함에 따라 다른 주주들의 목표와 일치하여 경영자가 기업의 가치를 극대화하는 기업전략을 추구한다고 주장했다. 또한

대리인이론을 바탕으로 Ang et al. (2000)는 기업이 경영자 소유가 아닌 경우 대리인비용이 발생하고, 대리인비용과 경영자지분을 간에 음(-)의 관계가 있다는 결론을 제시했다. 이는 경영자지분율이 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. 이와 달리 Benson & Davidson (2009)는 경영자 소유 인센티브와 기업성과 간의 역 U 자형의 관계가 있는 것으로 보았다.

McConnell & Servaes (1990)는 기관지분율 (institutional ownership)과 기업가치 간의 관계를 연구했다. 이들은 내부지분율(insider ownership)과 기업가치 사이에 비선형적 관계를 가지고 있는데, 기관지분율과 기업가치 사이에 양(+)의 관계가 있음을 검증하였다. 한편 Lowenstein (1991)은 기관지분율이 기업성과와의 상관관계가 있다는 증거를 거의 찾지 못했다. Pound (1988)는 기관지분율이 기업성과에 미치는 영향을 탐구하고 기관 주주들과 기업성과 간의 관계에 대한 (1)efficient-monitoring hypothesis, (2)conflict-of-interest hypothesis, (3)strategic-alignment hypothesis의 3 가지의 가설을 제시한다. 따라서 efficient-monitoring 가설은 기관지분율과 기업가치 간에 양(+)의 관계가 있다고 예측하는 반면, conflict-of-interest와 strategic-alignment 가설은 모두 기관지분율과 기업가치 간에 음(-)의 관계가 있다고 예측한다. 일반적으로 Shleifer & Vishny (1986), Pound (1988)의 이론과 McConnell & Servaes (1990)의 실증적 연구에 따르면 주주는 차별화가 가능하며 서로 다른 의제를 추구한다고 주장했다. Jensen & Meckling (1976)은 또한 다른 그룹에 의한 소유주 지분(equity ownership)이 기업성과에 다른 영향을 준다는 것을 보여주었다.

소유구조가 기업성과에 미치는 영향을 연구한 선행연구들은 소유집중도, 경영자지분율과 기관지분율 등에 초점을 맞추는 반면 제한된 수의 경험적 연구는 외국인지분율 및 국유지분율이 기업성과에 미치는 영향을 살펴보았다 (Le & Chizema, 2011; Choi et al., 2013; Mishra, 2014). 베트남의 맥락에서 보다는 기업의 소유구조가 1986

년의 경제 개혁 이후로 변화되었다. 국영기업의 민영화로 개인지분율 및 외국인지분율의 증가가 점점 중요해지고 있지만 국유지분율은 여전히 중요한 역할을 한다.^③ 그러나, 베트남기업의 국유지분율, 외국인지분율과 기업성과 간의 관계를 체계적으로 연구한 논문은 아직 없는 것으로 보인다. 본 연구에서는 베트남 상장기업의 국유지분율 및 외국인지분율에 중점을 두며 실증적 분석을 하고자 한다.

1. 국유지분율과 기업성과 간의 관련성

국유지분율이 기업의 성과에 미치는 영향에 대한 많은 논쟁이 존재하고 있다. 한편으로, 국유지분율은 기업의 국유소유의 비율이 높을수록 정부가 더 많은 자본 보조금을 제공한다고 가정하는 “*도움의 손*” (helping hand)을 가져다줄 것으로 주장되고 있다. 다른 한편으로는 국유지분율은 정부가 정치인과 관료의 이익을 위한 소유의 결과로 기업의 이익을 더 많이 추출할 것이라고 가정하는 “*약탈자의 손*” (grabbing hand)을 가져오는 것으로 주장되고 있다 (Tian & Estrin, 2008).

이론적으로 보다 Huang & Xiao (2012)는 국유지분율의 순효과가 부정적인 것이라고 주장하고, 이에 따라 더 적은 국유지분율이 기업의 수익성과 생산성을 향상시킬 것이라고 제안했다. Shleifer & Vishny (1994)를 비롯한 게임이론모델(game-theoretical model)은 국유지분율이 정부와 기업간에 보조금과 뇌물을 가져다준다고 가정하여 정치적 목적을 추구하는 통제력을 사용함으로써 정치인들의 엄격한 규제에 의해 기업성과가 손상될 수 있다고 주장했다. 실증적으로 보다는 국유지분율에 관한 주제가 선행연구들에서는 탐구하고 있었는데 그 결과가 일관되지 않은 것으로 보인다. 예컨대, 선행연구들중에서 Xu & Wang (1999), Jiang et al. (2008); Le & Buck (2011)는 소유구조와

^③ 2010년 기준으로 국유 투자는 38.1 %, 외국인 투자는 25.8 %를 차지했다. http://www.gso.gov.vn/default_en.aspx?tabid=471&idmid=3&ItemID=13129

기업가치 간에 양(+)의 관계가 있음을 밝힌 반면에, 다른 선행연구들로서 Konings (1997), Koo & Maeng (2006), Lin et al. (2009), Tran et al. (2014)은 소유구조와 기업가치 간에 유의한 음(-)의 관계 또는 Wei, Xie & Zhang (2005), Hess, Gunasekarage & Hovey (2010), Choi et al. (2012), YU (2013), Phung & Hoang (2013)는 U자형/역 U자형의 관계가 있음을 보여주었다. 이러한 부합된 실증적 결과는 모형설계, 표본선정 및 기업성과 측정법의 차이로 인해 발생할 수 있다.

베트남에서는 1990년대 민영화로 이어지는 경제 개혁이 진행되었지만 국유지분율은 여전히 경제에서 중요한 역할을 하고 있으며, 특히 정부는 광업, 채석업, 전기, 석유 및 가스와 같은 전략부문에 있는 기업뿐만 아니라 이전의 대형 국영기업(SOEs)에 대한 소유권의 상당 부분을 보유하고 있다^④. 따라서 국유지분율은 목표가 다른 주주들과의 불일치하는 경우 기업의 성과에 영향을 줄 수 있다. 일반 주주들의 목표는 재산을 극대화시키는 것이다. 그러나 국유지분율은 고용을 증가시키는 것과 같은 “사회적 목표” 또는 국내 생산자를 보호하기 위해 외국인 투자자의 침투를 방지하는 것과 같은 “정치적 목표”의 다양한 목표를 가질 수 있다. Capobianco & Christiansen (2011)은 국유지분율은 기업성과에 미치는 부정적인 영향은 국유지분율이 다른 소유주와 다른 목표를 가지고 있기 때문이라고 주장했다. 또한, Shleifer (1998)에 의하면 국유지분율은 기업지배구조가 좋지 않아 대리인비용의 부담이 높으며, 국유지분율이 기업성과에 부정적인 영향을 미친다고 밝혔다.

국유지분율이 증가함에 따라 시장주도보다는 정치적으로 주도적인 경향이 있기 때문에 기업의 성과에 대한 “보호막효과” (entrenchment effect)가 있다 (Gunasekarage et al., 2007; Wu et al., 2012). 이와

^④ 2011년 4월 3일 국무총리의 국영기업 분류 및 기준 발행에 관한 결정 14/2011/TTg에 따르면, 정부가 민영화 이후 철도/ 항공/ 해상, 전기/ 가스/ 석유, 광업/ 채석, 고무/ 커피가공, 담배제조, 종이 등과 같은 부문의 목록을 50% 이상을 차지할 수 있는 것이라고 제시한다.

관련하여 Shleifer & Vishny (1994)는 정치인들이 잉여 고용으로부터 정치적 이익을 얻을 수 있기 때문에 국유지분율을 가진 기업들이 그들의 노동 수준을 높이기를 원한다고 제시했다. Borisova et al. (2012)는 민법 시스템을 가진 국가에서 국유지분율은 정치적 개입의 통로 역할을 한다고 주장했다. 따라서 본 연구에서는 민법 시스템이 있으며 경제는 높은 국가 소유로 특징 지어진 베트남에는 국유지분율이 증가함에 따라 기업의 성과가 떨어질 것이라 예상한다.

가설1a: 국유지분율이 베트남 상장기업의 성과에 부정적인 영향을 미치며 국유지분율과 기업성과 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있다.

2. 외국인지분율과 기업성과 간의 관련성

외국인 소유를 가진 기업들이 국내 지배된 기업보다 우수한 성과를 거두고 있는지에 대한 질문에 답을 찾기 위해 많은 연구가 수행되었다. 대리인이론의 관점에서 보다 외국인지분율은 기업지배구조에서 훌륭한 경영관리 및 감시 기술의 원천으로 간주될 수 있다 (Choi et al., 2012; Khanna & Palepu, 1999). 이에 따라 외국인 투자자는 다른 주주에게 비용이 많이 드는 경영자 또는 내부자 소유의 결정을 완화하기 위한 감시기관의 역할을 할 수 있다. 이들은 이사회 구성원이나 외부 대주주가 되어 기업지배구조를 개선할 수 있다 (Choi et al., 2012). Oxelheim et al. (2003)에 따르면 외국인 이사회를 보유한 기업인 경우 외국인지분율이 신흥시장뿐만 아니라 선진시장에서도 관찰될 수 있기 때문에 기업지배구조가 개선된다고 주장했다. 외국인 투자자는 높은 수준의 정보 공개 및 회계 관행을 요구하며 이는 기업성과를 향상시킬 수 있다 (Ghahroudi, 2011). 특히, 신흥시장의 외국인 투자자는 국내 투자자보다 고도의 기술을 발달시켜 높은 외국인지분율을 가진 기업이 더 적은 대리인문제를 가지고 있다 (Koo & Maeng, 2006).

외국인 지분율이 늘어남에 따라 외국인 투자자들은 대주주가 될 것이다. 선행연구들로서 Choi et al. (2012)는 외국인 투자자가 특정 수준으로 주식 보유를 늘리고 대주주가 되면, 소수 주주로부터의 자산을

수용함으로써 경영상의 결정에 영향을 줄 수 있는 권한을 가질 수 있다고 주장했다. 이로 인해 외국인 지분이 높은 수준보다 낮은 수준의 경우에는 감시를 통해 기업의 성과를 높일 수 있다. 이와 달리 Huang & Shiu (2009), Romalis (2011)에 의하면 외국인 지분율이 증가함에 따라 기업은 경험, 금융 또는 기술 접근을 통해 외국인 투자자의 자원을 활용하여 성과를 향상시킬 수 있다. 따라서 감시역할을 하는 외국인지분율이 기업성과를 향상시킬 것으로 기대된다고 제시했다.

다중 이론적 관점 (대리인, 자원 기반 및 제도적 이론)에 기초하여, Douma et al. (2006)는 1999년부터 2000년까지 1005 개의 인도 기업을 대상으로 데이터를 분석하여 외국인 주주가 내부지배에서 감시 역할을 할 수 있기 때문에 외국인지분율이 인도 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 검증하였다. 마찬가지로 Huang & Shiu (2009)는 대만 기업의 외국인지분의 수준이 외국인 투자자가 감시역할을 하기 때문에 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것으로 보고되고 있다. 따라서 본 연구에서는 베트남은 비효율적인 기업지배구조 시스템을 갖춘 신흥시장이기 때문에 외국인지분율은 경영관리에서 감시역할을 수행하고 고급 기술과 자원을 제공하여 기업의 가치를 높일 수 있다고 추론한다.

가설 1b: 외국인지분율이 베트남 상장기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치며 외국인지분율과 기업성과 간에는 유의한 양(+의) 관계가 있다.

제 2 절 소유구조 및 기업 다각화

기업들은 잉여자원이 존재할 시 사업운영을 다각화할 가능성이 있다. 기업의 다각화는 기업의 운영을 확대하고 이익 극대화의 목표에 도달하기 위한 전략으로 간주된다. 따라서 기업들이 이윤을 내지 못한 경우 현재 사업에서 탈출할 수 있다. Bercovitz & Mitchell (2007)에 의하여 기업은 특정 사업이 실패하더라도 더 오래 살아남을 수 있기 때문에 다양한 사업을 통해 이익을 얻을 수 있다. 기존 연구에서는 기업 다각화의 동기 또는 기업 다각화와 기업성과 간의 관계를 설명할 때 많이 언급하게 된다는 한 가지 요소는 소유구조이다. 이러한 연구들의

대부분은 대리인이론과 경영자와 소유주 간의 충돌을 기반으로 한다.

대리인이론에 기초한 Aggarwal & Samwick (2003)는 기업들이 위험 감소 및 경영자의 개인이익을 위해 다각화의 경향이 있다고 밝혔다. 고위급관리자들이 기업의 주식을 소유하고 있을 때 기업이 다각화하지 않으면 “특이한 위험” (idiosyncratic risk)을 감수할 수 있다. 즉, 경영자지분율이 높은 경우 경영자들이 높은 특이한 위험에 직면하여 위험을 줄이기 위한 기업의 다각화전략을 수행하려고 한다. 또한, 경영자가 평판이나 보상과 같은 혜택을 얻으면 많은 새로운 분야에 투자할 수 있다. 이는 경영자에게 기업의 사업을 다각화할 인센티브를 제공한다는 것으로 보인다.

신흥시장에 초점을 맞춘 연구는 거의 없는 반면, 선진국의 맥락에서 기업 다각화와 소유구조 간의 관계를 검증하는 연구가 대부분이라고 밝혔던 Chen & Yu (2012)는 대만의 맥락에서 보다 경영자지분율, 기업다각화와 기업성과 간의 관계를 연구했다. 그 결과는 경영자지분율과 기업 다각화 사이의 관계가 선형적 관계가 아니라 U자형의 관계라는 것을 보여주었다. 이는 높은 경영자지분율에 어느 정도 수준의 다각화를 감소로 이루어졌는데, 그 이후로는 경영자지분율이 높아지면 다각화가 증가한다는 것을 의미한다. Amihud & Lev (1999)는 소유구조가 기업 다각화 전략에 미치는 영향을 분석하여 기업의 다각화와 소유집중도 간의 음(-)의 관계가 존재한다고 밝혔다. Denis & Sarin (1999)은 기업의 다각화 정도와 경영자지분율 간에 부정적인 연관성이 있다는 실증적 결과를 보여주었다. 경영자가 더 많은 주식을 소유하면 다각화 전략을 실행하지 않는 경향이 있다고 제시했다. Chen & Ho (2000)는 다각화 정도가 외부의 대주주지분율 (blockholder ownership)과 음(-)의 관계가 있지만 내부지분율 (insider ownership)와는 관련이 없다는 것이 입증되었다.

1. 국유지분율과 다각화 간의 관련성

일반적으로 이전 연구 결과에 따르면 소유구조가 기업의 다각화에 영향을 미친다는 것으로 밝혀졌다 (Chen & Ho, 2000; Lins & Servaes, 2002; Jiraporn et al., 2006; Delios, Zhou & Xu, 2008; Lin & Su, 2008; Kim et al., 2009). 그러나 대부분의 연구들은 소유구조에 있어 대주주지분율 또는 경영자지분율과 다각화 사이의 관련성에만 초점을 두고 살펴보았다. Delios et al. (2008)는 소유구조가 기업의 다각화 전략에 영향을 미칠 수 있으며, 소유주의 일체성(ownership identity)는 다각화 정도와 가능성에 영향을 줄 수 있다는 것으로 해석된다. 예를 들어, 가족 소유 기업은 세대 전환과 위험을 확산시키기 위해 다각화를 시도하는 반면 국영기업은 기업의 가치를 극대화하기보다는 정치적, 사회적 목표를 추구하는 경향이 있다 (Nachum, 1999; Wan et al., 2011).

자원 기반 관점에 기초한 Li et al. (2012)는 정치적 연관성은 다각화에 긍정적인 영향을 미친다고 밝혔다. 기업의 국유지분율은 분명히 정부와의 정치적 관계를 만들어 준다는 것이다. Zhao (2010)는 정부 소유 기업 집단이 기업의 다각화 정도를 높이려는 경향이 있음을 검증하였다. 대리인 관점에 기초한 Tsai et al. (2011)에 따르면 지배주주가 이사회 의석의 상당한 부분을 차지하는 경우, 기업의 다각화를 통해 소수주주의 이익을 몰수할 유인을 가지고 있다. 정부가 기업의 지배주주가 되면 그 기업은 다각화의 정도가 높은 것으로 볼 수 있다. 따라서 본 연구에서는 국유지분율이 민영화된 기업의 지분의 평균 약 46 %를 차지하는 경제를 가진 베트남과⁵⁾ 같은 국가에서는 국유지분율이 기업의 다각화에 긍정적인 영향을 줄 수 있다고 예측한다.

가설 2a: 국유지분율과 베트남 상장기업의 다각화 간에 유의한 양(+)의 관계가 있다. 즉, 높은 수준의 국유지분율을 지닌 기업은 사업을 다각화할 가능성이 높아진다.

⁵⁾ Sjöholm (2006)의 연구에 따라 민영화 프로그램은 1992 년에 시작되었다.

2. 외국인지분율과 다각화 간의 관련성

외국인지분율은 베트남 상장기업의 소유구조에서 중요한 자리를 차지하고 있다. 외국인 투자는 투자 자본을 제공하고 경제 및 노동 구조를 변화시키며 기술을 증진시키는 데 도움이 된다^⑥. 그러나 외국인 지분율이 기업의 다각화 정도에 미치는 영향을 탐색한 연구가 거의 없었다. Ramaswamy & Mingfang (2001)는 외국인 주주들이 사업의 위험성을 감시하고 억제할 수 있는 지식과 경험을 가지고 있기 때문에 외국인 주주의 수와 인도 기업의 비관련 다각화 간에 음(-)의 관계가 있음을 보여주었다. Yoshikawa et al. (2010)는 다각화된 기업들을 관리하기 어렵기 때문에 사업의 다각화가 외국인 주주들에 의해 지지되지 않는다고 보고했다. 이들은 외국인지분율이 일본 기업을 감시하는 수단으로 간주되어 기업 경영진이 상여금을 줄임으로써 다각화에 나서지 못하게 한다고 주장했다. 따라서 본 연구에서는 신흥시장의 베트남 맥락에서 보다 외국인지분율이 기업의 다각화 결정에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예측된다.

가설 2b: 외국인지분율과 베트남 상장기업의 다각화 간에 유의한 음(-)의 관계가 있다. 즉, 높은 수준의 외국인지분율을 지닌 기업은 사업을 다각화할 가능성이 낮아진다.

제 3 절 다각화 및 기업성과

다각화와 기업성과 사이의 관계에 관한 연구가 주목을 받으며, 많은 학자들의 관심을 끌었다 (Shergill, 1989; Villalonga, 2002; Bhatia, 2006; Mishra & Akbar, 2007; Tan et al., 2007; Braakmann & Wagner, 2011; Park & Jang, 2012). 이들은 기업성과와 관련하여 제품 및 지리적 다각화의 이점과 비용을 연구했다. 기업 다각화는 기업의 현재 자원과 역량의 범위 내에서 포함될 때 조직에 유익하다 (Chi, 1994). 그러나, 과잉 용량 문제로 인해 다각화 전략은 특정 시점을

^⑥ <http://www.investinvietnam.vn/lng/2/detail/2752/Foreign-Investment-in-Vietnam.aspx>

넘어 더 큰 한계 생산 비용을 야기할 수 있다 (Boz et al., 2013). 고도로 다각화된 기업은 또한 내부 자본 배분의 비효율성 및 관료주의의 증가와 같은 여러 가지의 다른 비용에 직면해야만 한다 (Nayyar, 1992). 이러한 모든 비용은 다양한 사업 운영과 정보 처리 요구사항 관리의 복잡성 증가로 인해 늘어난다 (Grant & Jammine, 1988).

기업의 다각화는 대리인이론을 기반으로 기업성과에 큰 영향을 미친다. Jensen & Meckling (1976), Denis et al. (1997)는 경영자가 다각화 전략을 통해 주주들의 희생으로 개인적인 이익을 위해 일하는 것을 제시했다. Montgomery (1994)는 경영자들이 자기 이익을 위해 불필요한 다각화를 추구할 수 있다고 밝혔다. 이러한 경영자의 행동은 관리적 “보호막효과” (entrenchment effect)라고 불린다 (Shleifer & Vishny, 1991). 이런 효과는 경영자가 가치 극대화를 넘어서 투자하는 경향이 있다는 것을 시사한다. 다각화는 기업의 이해 관계자에게 이익을 주기보다는 경영자의 이익과 지위를 향상시키기 위해 기업의 총 위험을 감소시키는 전략으로 알려져 있다.

자원 기반 이론에 기초하여 다각화와 기업성과 간의 관계를 설명하는 연구가 있다. Barney & Hesterly (2009)에 따르면 자원 기반 기업은 우수한 자원을 보유한 경우에만 지속 가능한 초정상적인 수익(super-normal profits)을 얻을 수 있다. Barney (1991)는 지속 가능한 경쟁 우위를 창출하기 위해서는 고유한 자원 (unique resource)이 네 가지 속성을 필요로 한다고 강조하며, 이러한 자원은 귀중하고, 희귀하며 대응할 수 없는 것이어야 한다고 제시했다. 따라서 다각화 전략은 독특하고 유일한 자원을 가진 조직에 도움이 될 수 있다. 그러나 다각화의 이점은 본국에서 제품수명주기 및 서비스 단계에 따라 달라진다 (Vernon, 1966).

기업의 다각화와 기업성과 간의 관계를 검증하기 위해 최근 몇 가지 실증 연구가 수행되었다. 예컨대, 일부 연구들은 기업의 다각화 전략이 사업 활동을 확장하여 기업 가치를 높이는 것으로 보고되어 있다 (Campa & Kedia, 2002; Mishra & Akbar, 2007; Villalonga, 2002;

Choe et al., 2014; Santarelli & Tran, 2016). Pandya & Rao (1998)는 고도로 다각화된 기업의 위험도가 낮고 재무성과가 좋기 때문에 다각화가 기업성과에 긍정적인 영향을 줄 것이라고 밝혔다. Palich, Cardinal & Miller (2000)는 제품 및 지리적 다각화가 기업성과에 긍정적인 영향을 검증하였고, 다각화는 기업들이 핵심 사업에서 벗어났을 때 비용을 증가시켰다고 주장했다. Rumelt (1982)는 기업들이 비관련 다각화보다는 관련 다각화를 하면 기업성과가 높은 것으로 확인하였다.

Berger & Ofek (1995), Boubaker et al. (2008), George & Kabir (2012), Chang & Lee (2016)와 같은 최근 일부 연구에서는 다각화가 기업의 가치 파괴 전략으로 단일 사업 기업에 비해 다각화된 기업의 가치가 낮다는 것으로 밝혀졌다. Lang & Stulz (1994)는 1970 년대와 1980 년대 미국의 기업의 표본으로 기업의 다각화를 분석한 결과, 다각화된 기업이 단일 사업 기업보다 시장 가치가 낮다는 것으로 나타났다. 마찬가지로, Chen & Ho (2000)는 다각화의 정도가 기업가치에 부정적인 영향을 미치며, 또한 단일 세그먼트 기업이 다각화된 기업과 비교하여 더 나은 성과를 냈다는 결론에 도달하게 되었다. 이러한 결과는 대리인비용의 관점을 뒷받침했으며 경영자들은 다각화로 인한 가치하락 손실을 완화하는 개인적인 이익을 얻으려고 노력했다는 것을 보여주었다. 따라서 더 많은 비용과 이익이 다각화와 관련되어 있었다. 또한, 지리적으로 다각화된 기업들은 제품 다각화 기업보다 높은 광고비, 연구개발비, 영업 수입 및 총자산 이익률을 가지고 있다 (Kim & Mathur, 2008). 이와 달리 Lee et al. (2012)는 지리적 다각화가 기업 가치에 영향을 미치지 않는 반면 제품 다각화와 기업가치 간에는 유의한 관계가 있다고 결론 지었다.

일반적으로 비즈니스 관계, 시장생산, 정부, 정치 및 경제적 여건의 영향으로 인해 선진국의 다각화 전략과 조직성과 간의 관계는 개발도상국과 다르다. Yigit & Tur (2012)는 민영화 정책, 근로 조건, 제품 수명주기 및 경쟁과 같은 몇 가지 다른 요소를 제안했다. 따라서 개발

도상국에서 나타나는 이러한 요소는 결과가 달라질 수 있다. Jiraporn et al. (2006)는 주주권이 약한 기업들이 산업적으로 다각화하는 경향이 있다는 증거를 찾았다. 기업 경영자들이 현명하지 않은 다각화 활동을 통해 다른 주주들의 약점을 이용할 수 있다. Lins & Servaes (2002)에 의하면 신흥 국가에서 비효율적인 법률과 함께 시장의 불완전성은 기업의 다각화와 관련된 대리인문제를 심각하게 만든다. 비효율적인 사업 환경은 경영자가 내부적인 지배력이나 현상황을 유지하도록 사업을 다각화하게 할 수 있다. 이러한 다각화의 목적은 가치하락으로 이어질 수 있으며, 주주권이 약한 기업은 대규모의 다각화 할인현상 (diversification discount)으로 이어질 수 있다.

베트남은 1980년대 중반에 중앙 계획 경제에서 시장 기반 경제로 전환하기 시작했고, 입법 개혁은 2006년에 이루어졌다 (Lobet, 2008). 그러나 베트남은 비효율적인 경제법칙의 체계와 낮은 투자자 보호를 가지고 있다 (경제자유지수, 2015). Nguyen et al. (2014)에 의하면 베트남 주식 시장은 정보 접근성이 낮아 경영자가 주주를 이용할 수 있는 환경을 조성할 수 있다. 따라서 베트남 상장기업은 주주들이 강력한 보호를 받지 못하기 때문에 기업 경영자는 할인가치의 다각화 전략을 수행할 가능성이 있다. 이에 따라 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 3a: 다각화가 베트남 상장기업의 성과에 부정적인 영향을 미치며 다각화와 기업성과 간에는 음(-)의 관계가 있다.

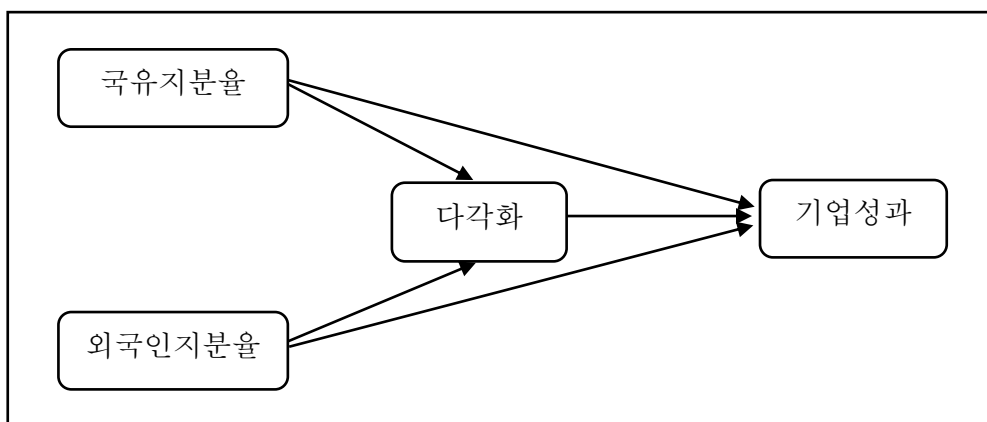
그러나 제도적 관점(institutional perspective)을 비롯한 Peng & Health (1996)는 신흥경제에서 기업의 내부성장은 제도적 제약으로 인해 제한적이며, 그 결과 네트워크 기반의 성장 (다각화)이 보다 더 활발해질 것으로 예상된다고 주장하였다. 나아가 Khanna & Palepu (1999, 2000)는 미비된 시장과 제도적 발전으로 인해 다각화가 확대되면 신흥 경제의 기업성과가 향상될 수 있다고 검증하였다. 이에 따라 다각화를 통해 기업은 비효율적인 외부 시장보다 효과적일 수 있는 내부 시장을 창출할 수 있다. 이는 신흥 경제에서는 시장과 금융

중개업과 같은 중개기관(intermediate institutions)이 비효율적 또는 존재하지 않으므로 다각화된 기업은 선진국의 기관과 시장에서 일반적으로 제공하는 중간 기능을 내부화함으로써 범위를 넓히고 이점을 얻을 수 있다^⑦ (Khanna & Palepu, 2000; Chakrabarti et al., 2007). Ando & Scheela (2005)에 따르면 베트남 시장에서 보다 필요한 금융과 법적 제도가 충분히 개발되지 않아 주식시장에 영향을 끼친다고 밝혀냈다. 이와 같은 논의에 근거에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 3b: 다각화가 베트남 상장기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치며 다각화와 기업성과 간에는 양(+의 관계가 있다.

위의 가설들은 베트남 기업의 맥락에서 세 가지 요소의 소유구조, 다각화와 기업성과 간의 관계에 대한 포괄적인 이론적 체계를 구성한다. 국유지분율과 외국인지분율을 구분함으로써 이런 두 가지 유형의 소유가 기업의 다각화와 성과에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 새로운 통찰력을 개발할 수 있다. 본 논문의 이론적 모델은 [그림 1]과 같다.

[그림1] 이론적 모델



^⑦ Khanna & Palepu (2000)에 따르면 재무 분석가, 뮤추얼 펀드, 투자 은행가, 벤처 자본가 및 금융 언론과 같은 중개기관은 충분히 개발되지 않았다.

제 3 장 연구 방법론

제 1 절 연구표본과 자료 수집

본 논문은 2012년부터 2017년까지 하노이 증권거래소 (Hanoi Stock Exchange)에 상장된 기업 중 금융업을 제외한 기업을 중심으로 총 102개 기업을 표본으로 분석한다. 본 연구는 은행, 증권 및 보험 회사 등과 같은 금융업을 포함되지 않은 이유는 이러한 기업은 비금융업과 완전히 다르며 일부 변수는 금융업과 다른 기업 간에 비교될 수 없기 때문이다 (Lin & Shiu, 2003; Liljebloom et al., 2005). 예를 들어 베트남 비금융업은 기업법에 의해 감시되고 금융업은 신용 기관 법률에 의해 감시된다. 또한, Jiraporn et al. (2008)는 금융업이 다른 기업과는 다른 규제 및 금융 정보를 필요로 한다고 제시했다.

데이터 수집은 베트남의 주요 금융 정보 서비스 제공 업체인 Vietstock[®]를 통해 진행하였다. 국유 및 외국인 지분율, 영업 부문 (sales segments) 및 통제 변수에 대한 정보는 상장기업의 재무제표, 기업지배구조 보고서 및 연례 보고서에 관련된 자료를 수집하여 사용한다. 각 기업의 영업 부문은 베트남 표준산업분류 (VSIC)에 따라 산업으로 분류된다. 본 연구에서는 자료수집의 용이성을 고려하여 정보가 이용 가능한 비관련 다각화에만 중점을 두며 분석한다.

[®] <https://vietstock.vn/>

제 2 절 변수정의와 측정

1. 주요 변수

소유구조는 기업의 특정 소유자가 보유한 주식과 관련된 것이다. 소유구조는 대부분 기업의 특정 지분의 비율 (Wei & Varela, 2003; Gurunlu & Gursoy, 2010; Borisova et al., 2012) 혹은 더미변수 (Nguyen et al., 2012; Do & Wu, 2014)로 측정된다. 본 연구에서는 국유지분율과 외국인지분율에 초점을 두며, 국유지분율(STATE)을 기업의 총발행주식 대비 정부 주식보유수로, 외국인지분율(FOREIGN)을 기업의 총발행주식 대비 외국인 주식보유수로 측정한다.

기업성과는 기업의 특정 기간 내에 일상적인 운영 작업에서 새로운 자원을 생성할 수 있는 능력을 시사한다. 본 연구에서는 성과측정치로서 ROA를 사용하여 기업의 성과를 측정한다 (Jiraporn & Liu, 2008). ROA가 회계 성과를 나타내기 위해 사용되며, ROA는 순이익을 총자산으로 나눈 비율로 계산된다.

기업의 다각화 (DIV)는 엔트로피 지수(entropy index)로 측정된다. 많은 기존연구들은 기업 다각화에 대한 대용치로 엔트로피 지수를 이용하였다 (Jacquemin & Berry, 1979). Martin & Sayrak (2003)에 의하면 엔트로피 측정은 기업의 다각화 활동의 세 가지 측면, 즉 산업의 수, 각 업종에 기업의 수익/자산 분배 및 업종들 사이의 연관성을 파악할 수 있는 장점은 가진다. 기업이 n 개의 소분류 산업에 참여한다고 가정하면 총 다각화지수 (DT)는 다음과 같이 계산된다.

$$DT = \sum_{i=1}^n P_i \times \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$$

해당 식에서 P_i 는 기업의 전체 매출액 중에서 산업 i 의 매출액이 차지하는 비중을 의미한다. 본 논문에서는 업종 간의 관련정도를 측정하기 위해 베트남표준산업 두 단위 수준의 분류방법 (중분류 기준)에 의존하여 엔트로피 지수를 측정한다 (Berger & Ofek, 1995).

2. 통제변수

본 논문은 다각화 결정과 기업성가에 줄 수 있는 요인들을 통제하기 위해 기업규모, 기업연령, 부채비율, 수익성, 유동성과 투자활동과 같은 통제변수들을 투입하였다.

기업규모(SIZE)는 기업의 다각화에 영향을 미치는 요인이다. 기업의 규모가 클수록 더 많은 자원을 확보할 수 있으므로 사업을 다각화하는 경향이 있다고 볼 수 있다. Singh, Mathur & Gleason (2004)은 기업규모와 베리-허핀달 지수로 측정한 기업 다각화가 양(+)의 관계가 있음을 밝히고 있다. 나아가 기업규모와 기업성과 사이의 관계에 관해서는 Chen & Yu (2012)는 기업규모가 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다는 것으로 보는 반면, Choe et al. (2014)는 기업규모와 기업 성과가 부정적인 관계라는 결과를 도출하였다. 본 연구는 기업규모로서 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정한다(Berger & Ofek, 1995).

기업연령 (AGE)은 기업의 성장가능성의 대용치로 사용된다. 설립연수가 오래된 기업은 새로운 산업 분야에서 사업을 할 수 있는 역량을 갖추고 있어 다각화하는 경향이 있으며 (Chen & Yu, 2012), 기업의 성장기회가 줄어들어 기업가치에 부정적인 영향을 끼칠 수 있다 (Khanna & Palepu, 2000). 본 연구에서 기업연령은 설립연도와 측정 시점 간의 차이로 측정한다.

부채비율 (LEV)은 기업의 총자산 대비 총부채를 말하는데, 부채비율이 높은 기업은 확장을 위해 더 많은 자금을 이용해야한다 (Chen et al., 2009). 부채비율은 기업 다각화의 맥락에서 성과에 영향을 미칠 수 있다. Xi He (2009)는 다각화한 기업이 부채에서 자금을 쉽게 조달할 수 있으므로 더 높은 부채비율을 가질 가능성이 있음을 밝힌 반면, Chen & Yu (2012)는 부채비율이 기업성가에 부정적인 영향을 주는 실증적 결과를 보여주었다.

수익성 (PROFIT)은 기업이 경영성과와 이익창출능력을 나타내며, 기업가치에 영향을 미치는 기업의 주요 특성으로 간주된다.

선행연구에서는 수익성이 기업성과에 긍정적인 효과를 주며 높은 수익성을 가진 기업은 실적이 좋다는 것으로 나타났다(Gurbuz & Aybars, 2010). 더 나아가 기업의 수익성이 다각화 결정에 미치는 영향에 관한 연구는 수익성이 낮은 기업인 경우에는 이윤을 남길 수 있는 기회를 찾기 위해 다각화를 통해 사업을 확대하는 경향이 있는 반면, 수익성이 높은 기업인 경우에는 미진한 다각화로 흐를 수 있다고 주장했다 (Campa & Kedia, 2002). 본 연구에서는 매출액영업이익률 (영업이익/매출)로 측정한다(Chen & Ho, 2000).

유동성 (LIQ)은 기업이 단기부채 상황을 처리할 수 있는 능력을 의미한다. 유동성은 현금 흐름의 불확실성을 줄이고 내부 자금을 이용할 수 있게 하여 기업이 높은 외부 자금 조달 비용을 피할 수 있도록 한다. 일반적으로 높은 유동성을 가진 기업은 영업활동을 활발하며 좋은 성과를 계속 유지할 수 있다 (Cho, 1998). 따라서 유동성이 기업의 성과와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 유동성은 총자산 대비 현금과 현금 등가물의 비율로 계산된다 (Mishra, 2014).

투자활동 (INVEST)은 총 자산 대비 자본지출의 비율을 말한다 (Chen, 2012). 투자 수준은 잠재적으로 생산 능력을 향상시키고 프로젝트의 현재가치를 탐구하는 데 기업성과에 긍정적으로 관련되어 있는 것으로 보고 있다. 투자가 기업의 성과에 유의한 양(+)의 효과가 있음을 밝히는 Mansi & Reeb (2002)와 달리 Eklund (2008)는 기업의 과잉 투자 문제로 인해 매우 높은 수준의 투자는 기업성과에 음(-)의 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 나아가 기업의 다각화에 관하여 Campa & Kedia (2002)는 투자 수준이 높은 기업이 다각화를 수행하지 않는 경향이 있다고 주장했다. 이상의 내용을 종합하면 [표1]과 같다.

[표 1] 실증분석에 사용된 주요 변수와 통제 변수의 정의

	변수	측정	
주요 변수	기업성과	ROA	순이익/총자산
	다각화	DIV (엔트로피 지수)	$DT = \sum_{i=1}^n P_i \times \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$
	국유지분율	STATE	정부 주식보유수/총발행주식
	외국인지분율	FOREIGN	외국인 주식보유수/총발행주식
통제 변수	기업규모	SIZE	Ln(총자산)
	기업연령	AGE	설립연도와 측정 시점간의 차이로 측정
	부채비율	LEV	총부채/총자산
	수익성	PROFIT	영업이익/매출
	유동성	LIQ	현금과 현금 등가물/총자산
	투자활동	INVEST	자본지출/총자산

제 3 절 연구방법

본 연구에서의 추정방법은 소유구조, 다각화와 기업성과간의 상관관계를 검증하기 위해 세 가지로 이루어져 있다

첫째, 소유구조가 기업성과에 미치는 영향 (가설 1a, b)을 검증하기 위해 사용된 자료가 패널자료임을 감안하여 다음과 같은 회귀모형으로 패널분석을 실시하였다.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

i : 기업 1, ..., n; t : 연도

여기서, ROA는 종속변수로서 기업의 성과를 나타내는 대리변수, OWN는 독립변수로 기업의 소유구조 (국유지분율과 외국인지분율을 포함)를 나타내는 대리변수, X는 다양한 통제변수를 나타내는 대리변수, 그리고 α 는 상수항을 나타내고 ε_{it} 는 오차항을 나타낸다.

둘째, 베트남 상장기업의 사업을 다각화하는 경향 (가설 2a, b)을

분석하기 위한 연구모형으로, 다각화의 대리변수인 DIV를 종속변수로 사용하고, 소유구조와 기업 다각화 간의 관계에 대해 다음과 같은 모형을 설정하였다.

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

셋째, 다각화가 기업성과에 어떠한 영향을 미치는지 (가설 3a, b)를 살펴보기 위해 식 (2)와 달리 다각화 정도를 나타내주는 독립변수로 DIV를 사용하여 다음과 같은 회귀모형을 분석하였다.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

본 연구에서는 가설을 검증하기 위해 일반통합회귀모형(Pooled OLS Model), 고정효과모형(Fixed effects model), 그리고 랜덤효과모형(Random effects model)의 3 가지 방식으로 회귀분석을 실시하였다. 실증분석에서 사용한 회귀모형에 대한 F-test와 Hausman test를 통해 더 신뢰성이 있는 모형임을 판단하여 선택하고자 한다. 또한, 회귀모형이 갖는 오차항의 이분산성의 문제를 해결하기 위해 효율적인 추정량을 구할 수 있는 모형인 추정일반화 최소제곱모형(Feasible generalized least squares) 방식을 이용하였다.

제 4 장 가설검증 및 실증분석

제 1 절 변수의 기술통계량 및 상관관계

[표 2]는 표본기업에 대한 주요 변수의 기술통계 값을 보여준다. 국유지분율의 평균은 31.55%로, 외국인지분율의 평균값 (11.98%)보다 높은 것으로 나타났다. 이는 베트남 상장기업의 활동을 통제하려는 정부의 경향과 기업지배구조에 외국인 주주의 참가는 제한되고 있다는 것을 의미한다. 기업성과의 평균은 6.59%이며 다각화 정도는 평균값이 0.16으로 나타났다.

[표 2] 변수의 기술통계량

변수	관측수	평균	표준편차	최소값	최대값
ROA	612	6.59	6.95	-28.11	47.91
DIV	612	0.16	0.27	0	1.17
STATE	612	31.55	25.19	0	100
FOREIGN	612	11.98	15.83	0	92.44
AGE	612	26.61	15.12	5.00	60.00
SIZE	612	26.60	1.47	23.59	30.91
LEV	612	0.51	0.22	0.01	0.95
INVEST	612	-4.39	9.91	-47.12	94.08
PROFIT	612	4.91	9.20	-83.07	75.60
LIQ	612	12.14	12.74	0.01	96.12

회귀분석에 앞서 변수 간 관련성을 살펴보고자 상관관계 분석을 실시하였다. 상관관계 분석결과는 [표 3]에 반영되고 있다. 일반적으로

상관계수의 절대치가 0.8이상인 경우 회귀분석에서 다중공선성(multi-collinearity)의 문제를 고려하여야 하는 데에 비추어 보아 이러한 문제는 없는 것으로 보아도 무방하다는 것을 알 수 있다.

소유구조에 있어 국유지분율이 기업성과에 음(-)의 효과(-0.356)를 보여주는 반면, 외국인지분율은 기업성과에 양(+)의 효과(0.406)를 가져오는 것으로 나타났다. 이는 가설 1a와 1b를 뒷받침한다. 또한 국유지분율과 기업 다각화 간의 양(+)의 상관관계(0.151)가 있으며, 외국인지분율과 기업 다각화 간의 음(-)의 상관관계(-0.125)가 있는 것이 검증되어 가설 2a와 2b가 지지되었다. 나아가서 다각화 정도와 기업성과 사이에 음(-)의 관계(-0.258)가 존재하여 가설 3a를 지지하는 것으로 볼 수 있다.

[표 3] 변수 간 상관관계

	ROA	DIV	STATE	FOREIGN	AGE	SIZE	LEV	INVEST	PROFIT	LIQ
ROA	1.000									
DIV	-0.258	1.000								
STATE	-0.356	0.151	1.000							
FOREIGN	0.406	-0.125	-0.467	1.000						
AGE	-0.006	-0.101	0.075	-0.093	1.000					
SIZE	-0.153	0.105	0.124	0.105	0.121	1.000				
LEV	-0.517	0.063	0.261	-0.307	0.176	0.542	1.000			
INVEST	-0.068	0.057	-0.016	-0.023	-0.211	-0.131	-0.087	1.000		
PROFIT	0.706	-0.107	-0.198	0.234	-0.049	-0.032	-0.290	-0.012	1.000	
LIQ	0.393	-0.068	-0.207	0.322	-0.128	-0.228	-0.452	0.271	0.284	1.000

제 2 절 가설검증 결과

1. 소유구조와 기업성과 간의 관련성

소유구조와 기업성과 간의 상관관계에 대한 가설 1을 검증한 결과는 [표 4-1]로 정리하였다. 본 연구에서는 회귀모형의 3 가지 방식으로 나누어 검증결과는 [표 4-1]의 모형 1(Pooled OLS), 모형 2(FEM), 모형 3(REM)에 나타나 있다⁹⁾. 통제변수부터 살펴보자면, [표 4-1]에서 볼 수 있듯 기업 연령과 부채비율, 투자활동, 수익성, 유동성이 기업성과와 유의미한 관계를 보였다. 기업연령과 수익성, 유동성은 각각 0.037, 0.419, 0.047으로 기업성과와 양(+)의 관계를 가진다. 이 결과는 기업 연령이 높을수록 성과가 높아지며 나아가 기업의 수익성과 유동성이 높으면 기업성과를 향상시킬 수 있다는 바를 입증하고 있다. 비록 기업규모와 기업성과 간에도 양(+)의 관계가 나타났지만 모형 (2)에서만 유의한 결과 (2.008)를 보이고 있다. 예측한 바와 같이 부채비율과 투자활동은 회귀계수는 -9.194, -0.063으로 기업성과와 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다.

가설 1의 검증 결과는 [표 4-1]에서 보는 바와 같이 소유구조는 기업성과와 모든 세 모형에서 유의한 관계가 나타났다. 구체적으로 살펴보면, 국유지분율은 유의수준 0.01에서 기업성과와 음(-)의 관계를 보인다 ($\beta = -0.031$ (1); $\beta = -0.052$ (2); $\beta = -0.042$ (3)). 따라서 가설 1a는 지지되어 국유지분율이 높을수록 기업성과가 낮다는 결과를 도출하였다. 마찬가지로 가설 1b도 지지되고 있다. 외국인지분율은 유의수준 0.01에서 기업성과와 양(+)의 관계가 나타났다. 이는 베트남 상장기업인 경우 외국인지분율이 높을수록 기업성과가 향상된다는 결과를 확인하였다.

⁹⁾ F-test의 결과에 따르면 FE 모형이 OLS 모형보다 더 적절한 것으로 보이며 (Prob>F = 0.0000 < 0.05), Hausman test의 결과는 FE 모형이 RE 모형보다 더 적절한 것으로 보여주었다 (Prob>chi2 = 0.0000 < 0.05). 그러나 FE 모형은 오차항의 이분산성 문제를 가지므로 이를 해결하기 위해 FGLS 모형을 이용하였다.

[표 4-1] 소유구조와 기업성과 간의 관계에 대한 회귀분석 결과

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA
STATE	-0.031*** (-4.05)	-0.052*** (-4.61)	-0.042*** (-4.47)
FOREIGN	0.049*** (3.70)	0.104*** (6.51)	0.088*** (6.08)
AGE	0.037*** (3.25)	-0.195*** (-2.63)	0.035* (1.69)
SIZE	0.101 (0.69)	2.008*** (4.18)	0.327 (1.41)
LEV	-9.194*** (-8.55)	-9.922*** (-5.68)	-8.287*** (-6.14)
INVEST	-0.063*** (-3.51)	-0.008 (-0.55)	-0.020 (-1.43)
PROFIT	0.419*** (21.55)	0.377*** (19.78)	0.393*** (21.70)
LIQ	0.047*** (2.98)	0.047*** (2.85)	0.050*** (3.28)
_cons	5.136 (1.46)	-38.600*** (-3.37)	-1.127 (-0.20)
Observations	612	612	612
R-squared	0.661	0.623	0.644

Note: 1) * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01 (통계적으로 유의함을 나타낸 것).

2. 소유구조와 다각화 간의 관련성

소유구조와 기업 다각화 간의 상관관계에 대한 가설 2를 검증한 결과는 [표 4-2]로 요약되고 있다. 모형 (1)에서 보다 통제변수로서 기업연령(-0.002)과 부채비율(-0.121), 수익성(-0.002)이 다각화 정도와 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 기업연령은 모델 설정 시 기업연령이 높을수록 사업을 다각화하는 경향이 있으므로 기업연령은 기업 다각화와

양(+)²의 관계를 가질 것이라 예측하였으나 분석결과는 예측과 반대로 도출되었다. 이와 달리 부채비율과 수익성이 높은 경우 기업이 사업 다각화를 추진하지 않는 것으로 보이는 것은 예측과 마찬가지로다. 기업규모와 투자활동은 회귀계수가 각각 0.031, 0.001으로 기업 다각화와 양(+)²의 관계가 모형 (2), (3)과 다르게 나타났다. 유동성과 기업 다각화 간에는 통계적 유의성을 보이지 않는 것으로 보이고 있다.

가설 2의 검증결과는 모형 (1)에서 보다 국유지분율은 기업 다각화와 유의한 양(+)²의 결과($\beta = 0.001, p < 0.05$)를 보였다. 이는 국유지분율이 높을수록 기업의 다각화 정도가 높아지며 가설 2a가 지지되는 것으로 볼 수 있다. 이 결과는 모형 (2), (3)에서도 지지되었다 ($\beta = 0.001, p < 0.01$). 외국인지분율과 기업 다각화 간의 관계는 모든 세 모형에서 음(-)²의 값을 가지고 있지만 모형 (1)에서만 통계적으로 유의미한 관계($\beta = -0.002, p < 0.01$)를 보였다. 따라서 가설 2b는 지지되었다. 가설 2b에서 예측한 바와 같이 외국인 투자자가 다각화에 대한 부정적인 것으로 생각하므로 기업지배구조에 있어 외국인지분율이 높을수록 기업이 사업 다각화 정도가 감소된다는 결과를 도출하였다.

[표 4-2] 소유구조와 기업 다각화 간의 관계에 대한 회귀분석 결과

	(1) DIV	(2) DIV	(3) DIV
STATE	0.001** (1.98)	0.001*** (2.75)	0.001*** (2.86)
FOREIGN	-0.002** (-2.26)	-0.000251 (-0.34)	-0.001 (-0.98)
AGE	-0.002*** (-2.88)	0.001*** (2.94)	-0.001 (-1.00)
SIZE	0.031*** (3.39)	-0.168*** (-7.67)	-0.047*** (-3.34)
LEV	-0.121* (-1.76)	0.227*** (2.85)	0.071 (1.00)
INVEST	0.001 (1.21)	-0.002*** (-2.78)	-0.001** (-2.16)
PROFIT	-0.002** (-1.97)	-0.003*** (-3.85)	-0.003*** (-4.30)
LIQ	-0.001 (-0.48)	0.001 (1.09)	0.001 (0.90)
_cons	-0.531** (-2.38)	4.200*** (8.05)	1.398*** (3.94)
Observations	612	612	612
R-squared	0.065	0.185	0.0029

Note: 1) * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01 (통계적으로 유의함을 나타낸 것).

3. 다각화와 기업성과 간의 관련성

사업 다각화와 기업성과 간의 상관관계에 대한 가설 3을 검증한 결과는 다음 [표 4-3]에 요약하였다. [표 4-3]의 모형 (1)에서 회귀분석 결과를 보면 통제변수들로서 기업연령(0.024)과 기업규모(0.393), 수익성(0.421), 유동성(0.061)은 기업성과와 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 보이고 있다. 그러나 부채비율과

투자활동은 기업성과 간에는 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 [표 4-1]에 나온 결과와 마찬가지로이다.

[표 4-3] 다각화와 기업성과 간의 관계에 대한 회귀분석 결과

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA
DIV	-4.363*** (-6.88)	-1.042 (-0.99)	-3.325*** (-4.15)
DIV ²	1.197 (0.52)	-1.249 (-0.46)	1.068 (0.45)
AGE	0.024** (2.11)	-0.155* (-1.92)	0.025 (1.26)
SIZE	0.393*** (2.87)	2.603*** (4.82)	0.650*** (2.95)
LEV	-11.380*** (-11.08)	-13.447*** (-7.30)	-11.465*** (-8.68)
INVEST	-0.064*** (-3.59)	-0.020 (-1.29)	-0.035** (-2.34)
PROFIT	0.421*** (21.67)	0.373*** (17.81)	0.389*** (20.09)
LIQ	0.061*** (4.00)	0.085*** (4.96)	0.080*** (5.09)
_cons	-1.038 (-0.31)	-54.394*** (-4.19)	-7.977 (-1.43)
Observations	612	612	612
R-squared	0.659	0.557	0.651

Note: 1) * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01 (통계적으로 유의함을 나타낸 것).

가설 3의 검증결과를 살펴보자면, [표 4-3]의 모형 (1), (3)에서 보다 다각화 정도는 유의수준 0.01에서 기업성과와 음(-)의 관계를 보인다 ($\beta = -4.363$ (1), $\beta = -3.325$ (3)). 이는 베트남 상장기업이 사업 다각화할수록 기업성과가 낮아진 것으로 나타났으므로 가설 3a가

지지되는 것으로 볼 수 있다. 본 연구의 실증적 결과는 다음 [표 5]에 요약되고 있다.

[표 5] 소유구조, 다각화와 기업성과 간의 관계에 대한 결과 요약

	기업 다각화 (DIV)	기업 성과 (ROA)
국유지분율 (STATE)	+	-
외국인지분율 (FOREIGN)	-	+
기업 다각화 (DIV)		-

제 5 장 결론

제 1 절 연구 결과 및 시사점

본 논문은 소유구조 (국유지분율과 외국인지분율 포함), 다각화와 기업성과 간의 관계가 어떤지를 살펴보고자 한다. 따라서 소유구조가 기업의 성과와 다각화 결정에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보았다. 이와 함께 다각화 정도가 높을수록 기업성과가 증가하는지 살펴보았다. 이를 연구하기 위해 2012년부터 2017년까지 6년 동안 하노이 증권거래소 (HNX)에 상장된 기업 중 금융업을 제외한 기업을 표본으로 패널분석을 실시하였다.

분석 결과에 따르면 국유지분율은 기업성과와 음(-)의 관계가 있는 반면, 외국인지분율은 기업성과와 양(+)의 관계가 있음을 보이고 있다. 이는 국유지분율이 높은 경우 베트남의 주 정부가 기업의 경영자에게 정치적 또는 사회적 목표를 위해 행동하는 데 영향을 미치기 때문에 기업의 성과를 감소시킨다는 것을 나타내주고 있다. 이러한 효과는 정치인의 영향을 받는 기업들의 비효율성을 설명하는 “보호막 효과”라고 한다 (Shleifer & Vishny, 1994). 그러나 외국인지분율이 높은 경우 외국인 주주는 경영자 또는 다른 지배 주주로 인한 대리인 문제를 줄이기 위해 감시역할을 하며 기업의 상당 부분을 차지하면 해당 기업은 경영경험이나 선진기술을 활용할 수 있으므로 기업성과를 높일 수 있다.

소유구조가 기업성과에 미치는 영향에 대한 실증적 결과는 정책 입안자가 기업지배구조에서 외국인지분율을 높이고 기업에 널리 분산된 국유지분율을 줄여야 기업성과를 향상시킬 수 있다는 점을 시사한다. 또한 높은 국유지분율을 가진 기업들이 정치적 관계를 이용할 수 있기 때문에 투자자들은 투자를 신중하게 고려해야 한다. 이때 외국인지분율을 가진 기업들은 기업성과를 향상시킬 수 있는 경영이나 선진기술에 접근할 수 있어 보다 적절한 선택이 될 수 있다.

소유구조와 기업 다각화 간의 관계에 관한 분석결과는 국유지분율은

기업의 다각화 결정과 양(+)의 관계를 가지고 있는 반면, 외국인지분율은 다각화 결정과 음(-)의 관계가 있음을 보여주고 있다. 국유지분율은 기업의 가치 극대화가 아닌 정치적 또는 사회적 목표의 다양한 목표를 가지고 있으며 (Wan et al. 2011), 국유지분율이 증가하면 사업 다각화를 통해 다른 소수주주들의 이익을 몰수하는 경향이 있다 (Tsai et al. 2011). 높은 국유지분율을 가진 기업의 경영자가 주 정부에 의해 임명되기 때문에 그들의 직업을 유지하거나 권력을 늘리기 위해 적극적으로 다각화 전략을 추진할 것이다. 이와 달리 베트남과 같은 신흥시장에서는 소수주주 보호 메커니즘이 약해(Gibson, 2003), 기업 경영자들이 다각화를 통해 기업의 자산을 몰수할 위험을 방지하기 위해 외국인 투자자들은 감시역할을 수행하여 기업 다각화 전략을 추구하지 않는 경향이 있다. 베트남 상장기업의 외국인 투자자들은 종종 기업의 발전과 지식 이전에 거액의 자본금을 제공하는 중요한 주주로 간주되어 기업 다각화 전략의 가능성을 약화시키고 기업 성과를 향상시킬 수 있다는 것으로 볼 수 있다. 이는 높은 국유지분율을 가진 기업들은 사업을 다른 산업으로 확장하는 경향이 있는 반면, 높은 외국인지분율을 가진 기업들은 핵심 사업에 집중하는 경향이 있는 것을 의미한다.

마지막으로 다각화와 기업성과 간의 관계에 대한 분석 결과는 기업의 다각화 정도가 높을수록 기업성과가 낮아진다는 것으로 나타났다. 이 결과는 기업 다각화가 베트남과 같은 신흥시장에서는 기업 가치를 극대화하는 데 도움을 준다는 전략이 아닌 것으로 보이고 있다. 더불어 소유구조와 기업성과 간의 관계를 결합하여 다각화 전략은 이러한 양자의 관계를 설명하는 데 실증적 증거를 보완한다는 요인으로 볼 수 있다. 따라서 기업 다각화에 대한 국유지분율의 긍정적인 영향과 기업의 다각화가 기업 성과에 미치는 부정적인 영향은 보다 정책 입안자가 기업지배구조를 개선하는 데 외국인지분율을 높이는 노력을 해야 한다는 바를 시사한다. 투자자들은 기업 다각화가 기업 가치를 낮출 수 있기 때문에 다각화한 기업에 대한 투자를 신중히 고려해야 한다는 점을 역설하였다.

제 2 절 연구의 한계 및 후속연구

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 우선 본 연구에서는 외국인지분율이 중요한 감시역할을 하며 기업의 성과를 향상시키는 데 선진의 관리기술을 제공할 수 있음을 밝혀냈다. 그러나 우수한 기업 성과가 외국인 투자를 증가시킬 가능성이 있으므로 후속 연구에서는 기업성과가 외국인 투자에 어떠한 영향을 미치는지를 고려할 필요가 있다. 또한, 외국인지분율에 있어 개인적 외국인 투자자와 조직적 외국인투자자가 기업성과에 미치는 영향은 다를 수 있다고 판단하였다. 이로 인한 후속 연구에서는 이러한 두 가지로 나눠 기업성과와 어떤 관계를 가지고 있는지 검토하면 외국인지분율의 역할을 정확히 파악할 수 있는 데 도움이 될 것이다.

본 연구에서는 데이터 수집 이용성의 제한으로 인해 비관련 다각화만 패널분석을 실시하였다. 따라서 후속 연구에서는 베트남 기업의 다각화 전략의 효과에 대한 더 깊은 이해도를 제시하는 데 관련 다각화를 고려할 필요가 있다.

참고 문헌

- Abosedo, A.J., and Kajola, S.O. (2011), “Ownership structure and firm performance: Evidence from Nigerian listed companies”, *Corporate Ownership & Control*, 8(4-4), pp. 391-400.
- Aggarwal, R.K., and Samwick, A.A. (2003), “Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered”, *The Journal of Finance*, vol. 58, pp. 71-118.
- Amihud, Y., and Lev, B. (1999), “Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, pp. 1063-1069.
- Ando, A., and Scheela, W. (2005), “The development of the stock market in Vietnam: An institutional perspective”, *Journal of Asian Business*, vol. 21, pp. 53-63.
- Ang, J.S., Cole, R.A., and Lin, J.W. (2000), “Agency costs and ownership structure”, *The Journal of Finance*, vol. 55, pp. 81-106.
- Barney, J. (1991), “Firm resources and sustained competitive advantage”, *Journal of Management*, 17(1), pp. 99-120.
- Barney, J., and Hesterly, W. S. (2009), “Strategic management and competitive advantage”, Upper Saddle River, NJ: Pearson Education.
- Benson, B.W., & Davidson III, W.N. (2009), “Re-examining the managerial ownership effect on firm value”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, pp. 573-586.
- Bercovitz, J., and Mitchell, W. (2007), “When is more better?: The impact of business scale and scope on long-term business survival, while controlling for profitability”, *Strategic Management Journal*, vol. 28, pp. 61-79.
- Berger, P.G., and Ofek, E. (1995), “Diversification’s effect on firm value”, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 39-65.
- Bhatia, A. (2006), “Diversification strategy and corporate performance in India”, Guru Nanak Dev University.
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J.M., and Zagorchev (2012), “Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, pp. 2917-2934.
- Boubaker, A., Mensi, W., and Nguyen, D.K. (2008), “More on corporate

- diversification, firm size and value creation”, *Economics Bulletin*, vol. 7, pp. 1–7.
- Boz, I. T., Yigit, I., and Anil, I. (2013), “The relationship between diversification strategy and organizational performance: A research intended for comparing Belgium and Turkey”, *Procedia Social & Behavioral Sciences*, 99, pp. 997–1006.
- Braakmann, N., and Wagner, J. (2011), “Product diversification and profitability in German manufacturing firms”, *Jahrbücher Für Nationalökonomie und Statistik*, Vol. 231 No. 3, pp. 326–335.
- Campa, J.M., and Kedia, S. (2002), “Explaining the diversification discount”, *The Journal of Finance*, Vol. 57 No. 4, pp. 1731–1762.
- Capobianco, A., and Christiansen, H. (2011), “Competitive neutrality and state-owned enterprises: Challenges and policy options”, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 1. OECD Publishing.
- Chakrabarti, A., Singh, K., and Mahmood, I. (2007), “Diversification and performance: Evidence from East Asian firms”, *Strategic Management Journal* 28(2), pp. 101 – 120.
- Chakrabarti, A., Singh, K., and Mahmood, I. (2007), “Diversification and performance: Evidence from East Asian firms”, *Strategic Management Journal* 28(2), pp. 101 – 120.
- Chang, H.Y. and Lee, A.Y.P. (2016), “The relationship between business diversification and productivity: Considering the impact of process innovation at different corporate life cycles”, *Technology Analysis & Strategic Management*, Vol. 28 No. 7, pp. 1–14.
- Chen, C.J. and Yu, C–M.J. (2012), “Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market”, *International Business Review*, vol. 21, pp. 518–534.
- Chen, L. (2012), “The effect of ownership structure on firm performance: Evidence from non-financial listed companies in Scandinavia”, Master’s thesis, Aarhus University, Aarhus, Denmark.
- Chen, R., Dyball, M.C., and Wright, S. (2009), “The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations”, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, pp. 208–223.
- Chen, S. and Ho, K.W. (2000), “Corporate diversification, ownership

- structure, and firm value: The Singapore evidence,” *International Review of Financial Analysis*, vol. 9, pp. 315–326.
- Chi, T. (1994), “Trading in strategic resources: Necessary conditions, transaction cost problems, and choice of exchange structure”, *Strategic Management Journal*, 15(4), pp. 271–290.
- Choe, C., Dey, T., and Mishra, V. (2014), “Corporate diversification, executive compensation, and firm value: Evidence from Australia”, *Australian Journal of Management*, vol. 39, pp. 395–414.
- Cho, M.H (1998), “Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol. 47, pp. 103–121.
- Choi, H.M., Sul, W., and Min, S.K. (2012), “Foreign board membership and firm value in Korea”, *Management Decision*, vol. 50, pp. 207–233.
- Choi, J.J., Lam, K.C.K, Sami, H., and Zhou, H. (2013), ‘Foreign ownership and information asymmetry’, *Asia–Pacific Journal of Financial Studies*, vol. 42, pp. 141–166.
- Claessens, S., and Djankov, S. (1999), “Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic”, *Journal of Comparative Economics*, vol. 27, pp. 498–513’.
- De Miguel, A., Pindado, J., and De la Torre, C. (2004), ‘Ownership structure and firm value: new evidence from Spain’, *Strategic Management Journal*, vol. 25, pp. 1199–1207.
- Delios, A., and Beamish, P.W. (1999), “Geographic scope, product diversification, and the corporate performance of Japanese firms”, *Strategic Management Journal*, 20(8), pp. 711–727.
- Delios, A., Zhou, N., and Xu, W.W. (2008), “Ownership structure and the diversification and performance of publicly–listed companies in China”, *Business Horizons*, vol. 51, pp. 473–483.
- Demsetz, H., and Villalonga, B. (2001), “Ownership structure and corporate performance”, *Journal of Corporate Finance*, 7(3), pp. 209–233.
- Denis, D.J., Denis, D.K. and Sarin, A. (1999), “Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, pp. 1071–1076.

- Denis, D.J., Denis, D.K., and Sarin, A. (1997), “Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification”, *Journal of Finance* 52: pp. 135–60.
- Do, X.Q., and Wu, Z.X. (2014), “The impact of ownership structure and capital structure on the financial performance of Vietnamese firms”, *International Business Research*, vol. 7, pp. 64–71.
- Douma, S., George, R., and Kabir, R. (2006), “Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market”, *Strategic Management Journal*, vol. 27, pp. 637–657.
- Eklund, J.E. (2008), “Corporate governance, private property and investment”, Jönköping International Business School. JIBS, Jönköping.
- Fazlzadeh, A., Tahbaz Hendi, A., and Mahboubi, K. (2011), “The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry”, *International Journal of Business and Management*, 6(3), pp. 249–266.
- George, R., and Kabir, R. (2012), “Heterogeneity in business groups and the corporate diversification firm performance relationship”, *Journal of Business Research*, vol. 65, pp. 412–420.
- Ghahroudi, M.R. (2011), “Ownership advantages and firm factors influencing the performance of foreign affiliates in Japan”, *International Journal of Business and Management*, vol. 6, pp. 119–137.
- Grant, R.M. (1998), “Contemporary strategic analysis”, Oxford: Blackwell.
- Gunasekarage, A., Hess, K., and Hu, A. (2007), “The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies”, *Research in International Business and Finance*, vol. 21, pp. 379–395.
- Gurbuz, A.O. and Aybars, A. (2010), “The Impact of Foreign Ownership on Firm Performance, Evidence from an Emerging Market: Turkey”, *American Journal of Economics and Business Administration*, vol. 2, pp. 350–359.

- Gurunlu, M., and Gursoy, G. (2010), “The influence of foreign ownership on the capital structure of non–financial firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, *IUP Journal of Corporate Governance* 9(4), pp. 21.
- Hess, K., Gunasekarage, A., and Hovey, M. (2010), “State–dominant and non–state–dominant ownership concentration and firm performance”, *International Journal of Managerial Finance*, vol. 6, pp. 264–289.
- Huang, L., and Xiao, S. (2012), “How Does Government Ownership Affect Firm Performance? A Simple Model of Privatization in Transition Economies”, *Economics Letters*, 116, pp. 480–82.
- Huang, R.D., and Shiu, C.Y. (2009), “Local effects of foreign ownership in an emerging financial market: Avidence from qualified foreign institutional investors in Taiwan”, *Financial Management*, vol. 38, pp. 567–602.
- Jacquemin, A., and Berry, C. (1979), “Entropy measure of diversification and corporate growth”, *The Journal of Industrial Economics* 27(4), pp. 359–369.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305–360.
- Jiang, B.B., Laurenceson, J., and Tang, K.K. (2008), “Share Reform and the Performance of China's Listed Companies”, *China Economic Review*, 19(3), pp. 489–501.
- Jiraporn P., Kim, Y.S., and Davidson, W.N. (2006), “Corporate governance, shareholder rights and firm diversification: An empirical analysis”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, pp. 947–963.
- Jiraporn, P., and Liu, Y. (2008), “Capital structure, staggered boards, and firm value”, *Financial Analysts Journal*, vol. 64, No. 1, pp. 49–60.
- Jiraporn, P., Kim, Y.S., and Davidson, W.N. (2008), “Multiple directorships and corporate diversification”, *Journal of Empirical Finance*, vol. 15, pp. 418–435.
- Khanna, T., and Palepu, K. (1999), “Emerging market business groups, foreign investors, and corporate governance”, National Bureau of

Economic Research Working Paper Series No. 6955.

- Khanna, T., and Palepu, K. (2000), “Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups”, *The Journal of Finance* Vol. 55, No. 2, pp. 867–891.
- Kim, K.H., Shammari, H.A., Kim, B., and Lee, S.H. (2009), “CEO duality leadership and corporate diversification behavior”, *Journal of Business Research*, vol. 62, pp. 1173–1180.
- Kim, Y. S., and Mathur, I. (2008), “The impact of geographic diversification on firm performance”, *International Review of Financial Analysis*, 17(4), pp. 747–766.
- Konings, J. (1997), “Firm growth and ownership in transition countries”, *Economics Letters*, 55(3), pp. 413–418.
- Koo, J., and Maeng, K. (2006), “Foreign ownership and Investment: Evidence from Korea”, *Applied Economics*, vol. 38, pp. 2405–2414.
- Lang, L.P., and Stulz, R.M. (1994), “Tobin’s Q, corporate diversification, and firm performance”, *Journal of Political Economy*, vol. 102, pp. 1248–1280.
- Le, T., and Chizema, A. (2011), “State ownership and firm performance: Evidence from the Chinese listed firms”, *Organizations and Markets in Emerging Economies*, vol. 2, pp. 72–90.
- Le, T.V., and Buck, T. (2011), “State ownership and listed firm performance: A universally negative governance relationship?”, *Journal of Management & Governance*, vol. 15, pp. 227–248.
- Lee, K. T., Hooy, C. W., Hooy, G. K. (2012), “The value impact of international and industrial diversifications on public-listed firms in Malaysia”, *Emerging Markets Review*, 13(3), pp. 366–380.
- Li, W., He, A., Lan, H., and Yiu, D. (2012), “Political connections and corporate diversification in emerging economies: Evidence from China”, *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 29, pp. 799–818.
- Liljeblom, E., and Löflund, A. (2005), “Determinants of International Portfolio Investment Flows to a Small Market: Empirical Evidence”, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 15, pp. 211–233.
- Lin, C. and Su, D. (2008), “Industrial diversification, partial privatization and firm valuation: Evidence from publicly listed firms in China”,

- Journal of Corporate Finance*, vol. 14, pp. 405–417.
- Lin, C., Ma, Y., and Su, D. (2009), “Corporate Governance and Firm Efficiency: Evidence from China’s Publicly Listed Firms”, *Managerial and Decision Economics*, 30(3), pp. 193–209.
- Lin, C.H., and Shiu, C.Y. (2003), “Foreign Ownership in the Taiwan Stock Market: An Empirical Analysis”, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 13, pp. 19–41.
- Lins, K.V., and Servaes, H. (2002), “Is corporate diversification beneficial in emerging markets?”, *Financial Management*, Vol. 31 No. 2, pp. 527.
- Lobet, J.M. (2008), “Vietnam: protecting minority shareholders to boost investment”, Celebrating Reforms 2008. World Bank Group: Doing Business.
- Lowenstein, L. (1991), “Why Managers Should (and Should Not) Have Respect for Their Shareholders”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 17, pp. 1–27.
- Lu, J.W., and Beamish, P.W. (2001), “The internationalization and performance of SMEs”, *Strategic Management Journal*, 22(6–7), pp. 565–586.
- Mansi, S.A., and Reeb, D.M. (2002), “Corporate diversification: What gets discounted?”, *The Journal of Finance*, vol. 57, pp. 2167–2183.
- Martin, J.D., and Sayrak, A. (2003), “*Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature*”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, pp. 37–57.
- Mashayekhi, B., and Bazaz, M. S. (2008), “Corporate governance and firm performance in Iran”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), pp. 156–172.
- Matsusaka, J.G. (2001), “Corporate diversification, value maximization, and organizational capabilities”, *Journal of Business*, vol. 74, pp. 409–431.
- McConnell, J.J., and Servaes, H. (1990), “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595–612.
- Mishra, A. (2014), “Foreign ownership and firm value: Evidence from Australian firms”, *Asia–Pacific Financial Markets*, vol. 21, pp. 67–

- Mishra, A., and Akbar, M. (2007), “Empirical examination of diversification strategies in business groups: Evidence from emerging markets”, *International Journal of Emerging Markets*, vol. 2, pp. 22–38.
- Mishra, D. (2011), “Vietnam development report 2012: market economy for a middle–income Vietnam”, World Bank, Washington, DC.
- Montgomery, C. A. (1994), “Corporate Diversification”, *Journal of Economic Perspectives*, 8(3), pp. 163–178.
- Nachum, L. (1999), “Diversification strategies of developing country firms”, *Journal of International Management*, vol. 5, pp. 115–140.
- Nayyar, P. R. (1992), “On the measurement of corporate diversification strategy: Evidence from larger U.S. service firms”, *Strategic Management Journal*, 13(3), pp. 219–235.
- Ng. A., Yuce, A., and Chen, E. (2009), ‘Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China’s privatized firms’, *Pacific–Basin Finance Journal*, vol. 17, pp. 413–443.
- Nguyen, D.T., Diaz–Rainey, I., and Gregoriou, A. (2012), “Financial Development and the Determinants of Capital Structure in Vietnam”, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2014834>
- Nguyen, T. V. (2015), “Corporate governance structures and financial performance: A comparative study of publicly listed companies in Singapore and Vietnam (Doctor of Philosophy Doctoral), University of Waikato, Hamilton, New Zealand.
- Omran, M. M., Bolbol, A., and Fatheldin, A. (2008), “Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter?” *International Review of Law and Economics*, 28(1), pp. 32–45.
- Oxelheim, L., and Randøy, T. (2003), ‘The impact of foreign board membership on firm value’, *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, pp. 2369–2392.
- Palich, L. E., Cardinal, L. B., & Miller, C. C. (2000), “Curvilinearity in the diversification–performance linkage: An examination of over three decades of research”, *Strategic Management Journal*, 21(2), pp. 155–174.

- Pandya, A. M., and Rao, N. V. (1998), “Diversification and firm performance: An Empirical Evaluation”, *Journal of Financial & Strategic Decisions*, 11(2), pp. 76–81.
- Park, K., and Jang, S.S. (2012), “Effect of diversification on firm performance: application of the entropy measure”, *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 31 No. 1, pp. 218–228.
- Peng, M.W., and Health, P.S. (1996), “The growth of the firm in planned economies in transition: institutions, organizations and strategic choice”, *Academy of Management Review*, 21, pp. 492–528.
- Phung, D. N., and Hoang, T. T. (2013), “Corporate Ownership and Firm Performance in Emerging Market: A Study of Vietnamese Listed Firms”. Paper presented at the World Business and Social Science Research Conference, Bangkok October.
- Pound, J. (1988), “Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 237–265.
- Ramaswamy, K., and Mingfang, L. (2001), “Foreign investors, foreign directors, and corporate diversification: an empirical examination of large manufacturing companies in India”, *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 18, pp. 207.
- Romalis J 2011, ‘The value of foreign ownership’, *Economic and Business Review for Central and South–Eastern Europe*, vol. 13, pp. 107–118.
- Ruan, W., Tian, G., and Ma, S. (2011), “Managerial ownership, capital structure, and firm value: evidence from China’s civilian–run firms”, *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, vol. 5, pp. 73–92.
- Rumelt, R. P. (1982), “Diversification strategy and profitability”, *Strategic Management Journal*, 3(4), pp. 359–369.
- Santarelli, E., and Tran, H.T. (2016), “Diversification strategies and firm performance in Vietnam”, *Economics of Transition*, Vol. 24 No. 1, pp. 31–68.
- Shergill, G.S. (1989), “Strategy, structure and performance in New Zealand quoted companies”, University of Canterbury, Christchurch.
- Shleifer, A. (1998), “State versus private ownership”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, pp. 133–150.

- Shleifer, A., and Vishny, R. (1994), “Politicians and Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 995–1025.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1991), “The takeover wave of the 1980s”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(3), pp. 49–56.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1986), “Large shareholders and corporate control”, *The Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, pp. 461–488.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1994), ‘Politicians and firms’, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, pp. 995–1025.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1997), “A survey of corporate governance”, *The Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737–783.
- Singh, M., Mathur, I., and Gleason K.C. (2004), “Governance and performance implications of diversification strategies: Evidence from large U.S. firms”, *Financial Review*, vol. 39, pp. 489–526.
- Stulz, R.M. (1988), “Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25–54.
- Tan, B., Chang, H.C., and Lee, C.K. (2007), “Relationships among industry environment, diversification motivations and corporate performance: an empirical study of the automobile industry in Taiwan”, *International Journal of Commerce and Management*, vol. 17, pp. 326–346.
- Thomas, D.E., Eden, L. (2004), “What is the shape of the multinational–performance relationship?” *Multinational Business Review*, 12(1), pp. 89–110.
- Tian, L., and Estrin, S. (2008), “Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value?”, *Journal of Comparative Economics*, vol. 36, pp. 74–89.
- Tran, N. M., Nonneman, W., and Jorissen, A. (2014), “Government ownership and firm performance: the case of Vietnam”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), pp. 628–650.
- Tsai, L.C., Young, C.S., and Hsu, H.W. (2011), “Entrenched controlling shareholders and the performance consequences of corporate diversification in Taiwan”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 37, pp. 105–126.

- Vernon, R. (1966), “An international investment and international trade in the product cycle”, *Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 190–207.
- Villalonga, B. (2002), “Does diversification cause the ‘diversification discount’?”, Working Paper, Harvard Business School, Boston, MA.
- Villalonga, B. (2004b), “Does diversification cause the ‘diversification discount’?”, *Financial Management*, vol. 33, pp. 5–27.
- Wan, W.P., Hoskisson, R.E., Short, J.C. and Yiu, D.W. (2011), “Resource-based theory and corporate diversification: accomplishments and opportunities”, *Journal of Management*, vol. 37, pp. 1335–1368.
- Wei, Z., and Varela, O. (2003), “State equity ownership and firm market performance: Evidence from China’s newly privatized firms”, *Global Finance Journal*, vol. 14, pp. 65–82.
- Wei, Z., Xie, F., and Zhang, S. (2005), “Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991–2001”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, pp. 87–108.
- Wernerfelt, B., and Montgomery, C.A. (1988), Tobin’s q and the importance of focus in firm performance. *American Economic Review*, 78, pp. 246–250.
- Wu, W., Wu, C., and Rui, O.M. (2012), “Ownership and the value of political connections: evidence from China”, *European Financial Management*, vol. 18, pp. 695–729.
- Xi He (2009), “Corporate Diversification and Firm Value: Evidence from Post-1997 Data”, *International Review of Finance*, Vol. 9, No. 4, pp. 359–385.
- Xu, X., and Wang, Y. (1999), “Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies”. *China Economic Review*, 10(1), pp. 75–98.
- Yigit, I., and Tur, S. (2012), “Relationship between diversification strategy applications and organizational performance according to Herfindahl index criteria”, *Procedia – Social & Behavioral Sciences*, 58, pp. 118–127.
- Yoshikawa, T., Rasheed, A.A., and Del Brio, E.B. (2010), “The impact of firm strategy and foreign ownership on executive bonus

compensation in Japanese firms”, *Journal of Business Research*, vol. 63, pp. 1254–1260.

Yu, M. (2013), “State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies”, *China Journal of Accounting Research*, 6(2), pp. 75–87.

Zhao, J. (2010), “Ownership structure and corporate diversification strategies of Chinese business groups”, *Management Research Review*, vol. 33, pp. 1101–1112.

Abstract

**Linking Ownership Structure,
Diversification and Firm Performance:**
– An Empirical Study of Vietnamese Listed Firms –

Le Thi Thanh Huong
College of Business Administration
The Graduate School
Seoul National University

The purpose of this thesis is to investigate the relations between ownership structure, diversification and firm performance using a sample of 102 Vietnamese listed companies on the Hanoi Stock Exchange (HNX) during the period of 2012–2017. Empirical results show that state ownership has a negative relationship with firm performance; while foreign ownership has a positive relationship with firm performance. In addition, the firm's diversification and performance are negatively related, and that the relationships of corporate diversification with ownerships resulted logically with firm performance when diversification is considered as a strategic part of the firm. Specifically, the level of diversification is high in high state ownership firms, and highly diversified businesses have low profits. The findings on this effect are the opposite for foreign ownership. In other words, corporate diversification helps to explain the relationship between ownership

structure and firm performance. The results strongly recommend that in Vietnam, policies should focus on enhancing low state ownership and high foreign ownership, and also encourage managers to decrease diversification in order to maintain firm value.

Keywords: State ownership, Foreign ownership, Diversification,
Firm performance

Student Number: 2017–20378